

Trotz neuer Inflationsstrategie der Fed dürfte die Teuerung so bald nicht steigen

28. August 2020

**NUR FÜR PROFESSIONELLE/
QUALIFIZIERTE INVESTOREN**
Werbematerial



Darrell Spence

Volkswirt
Los Angeles

Trotz neuer Inflationsstrategie der Fed dürfte die Teuerung so bald nicht steigen

Im Überblick

- Die Fed will eine Inflation über dem 2%-Ziel jetzt „für eine gewisse Zeit“ akzeptieren.
- Diese historische Wende dürfte aber zunächst nicht für eine höhere US-Inflation sorgen.
- Wichtige US-Inflationsindikatoren sprechen trotz der COVID-19-Konjunkturprogramme nicht für höhere Preise.

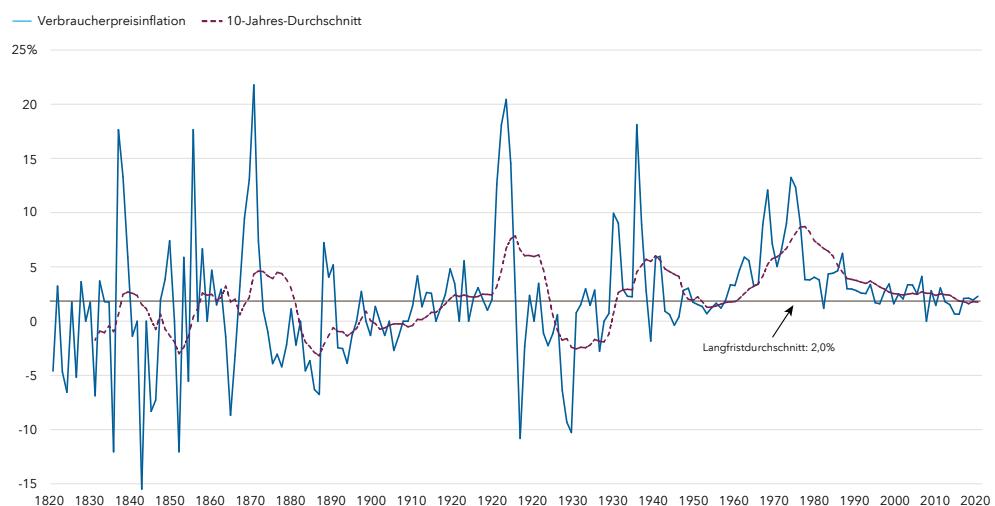
Am 27. August stellte Fed-Chairman Jerome Powell eine neue Inflationsstrategie vor: Average Inflation Targeting. Das Konzept unterscheidet sich grundlegend von dem Ansatz, mit der die Fed in den letzten Jahrzehnten die Leitzinsen gesteuert hat. In Zukunft will sie bei einer Inflation unter ihrem 2%-Ziel versuchen, die Teuerung in den folgenden Jahren über 2% steigen zu lassen. Faktisch akzeptiert sie dann also einen stärkeren Preisauftrieb.

Auf der jährlichen Jackson-Hole-Konferenz der Federal Reserve Bank of Kansas City nannte Powell es „angemessen“, nach einer Phase mit weniger als 2% Teuerung „für eine gewisse Zeit“ etwas mehr als 2% Inflation anzustreben.

Die Fed will damit erreichen, dass Haushalte und Unternehmen mit einer höheren Inflation rechnen. Aber legt die Verbraucherpreisinflation dann wirklich wesentlich stärker zu? Die Antwort lautet vermutlich „nein“ oder zumindest „noch nicht“ - wobei eine höhere Assetpreisinflation nicht ausgeschlossen ist. Trotz der äußerst expansiven Geld- und Fiskalpolitik seit COVID-19 sprechen die einschlägigen Fundamentalfaktoren nicht für einen kräftigen Inflationsanstieg in den nächsten Quartalen.

Ohnehin waren längere Phasen mit einer höheren Inflation bislang eher die Ausnahme denn die Regel.

In den USA ist die Inflation selten längere Zeit hoch Verbraucherpreisindex in % z.Vj.¹



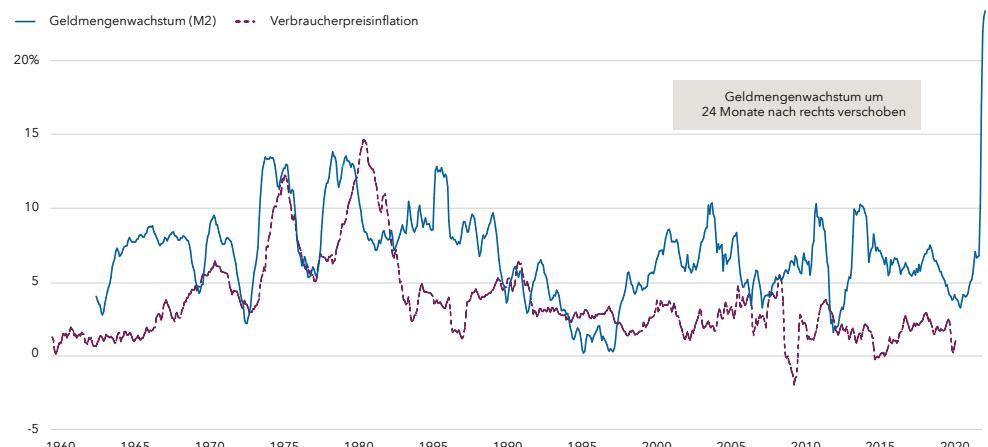
Gemeinhin gelten fünf Faktoren als Inflationstreiber:

1. Lockere Geldpolitik und zu starkes Geldmengenwachstum

Von den 1960ern bis zu den frühen 1980ern folgte auf ein höheres Geldmengenwachstum meist eine höhere Inflation. Danach hat die Korrelation aber deutlich nachgelassen.

1. Quellen: Global Financial Data, Bureau of Labor Statistics. Jahresdaten bis 2019.

Kein enger Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation mehr
Geldmengenwachstum (M2) und Verbraucherpreisinflation in % z.Vj.²

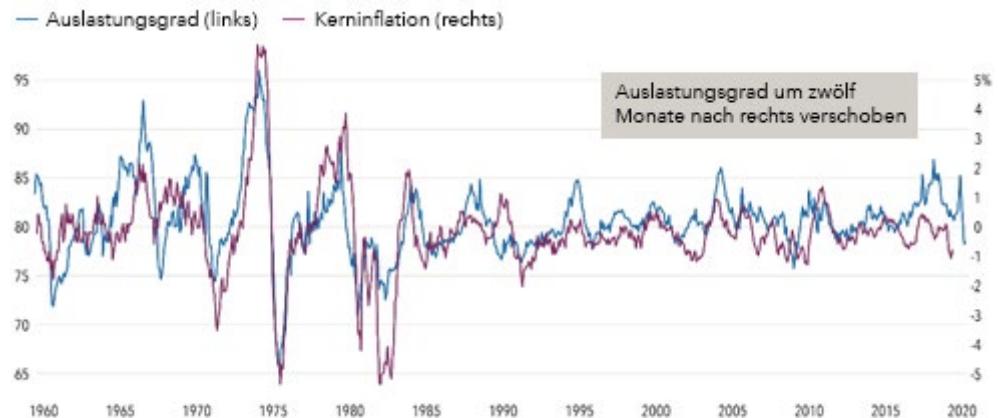


Wenn die Geldmenge steigt, müssen die Preise nicht unbedingt zulegen. Denkbar ist nämlich, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes fällt, ein Dollar also seltener den Besitzer wechselt. Wenn sich Geldmengenwachstum und Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit ausgleichen, hat die höhere Geldmenge nur begrenzte Auswirkungen auf Preise und Realwirtschaft. 1948 schrieb der spätere Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Samuelson: „Man kann die Pferde zur Tränke führen, aber saufen müssen sie selbst. Man kann die Geldmenge erhöhen, indem man Staatsanleihen kauft – ein enges Substitut. Aber man kann nicht erzwingen, dass das Geld für neue Güter ausgegeben wird und neue Arbeitsplätze schafft.“

Die Umlaufgeschwindigkeit ist gefallen, weil der private Sektor heute mehr Geld nachfragt. Dafür gibt es mehrere Gründe: niedrigere Inflationserwartungen, niedrigere Zinsen (und damit geringere Opportunitätskosten der Bargeldhaltung), allgemeine Unsicherheit und bis vor Kurzem auch Schuldenabbau. Bei einer fallenden Umlaufgeschwindigkeit sorgt eine wachsende Geldmenge nicht für ein höheres BIP – und damit auch nicht für die zweite Inflationsursache: einen Nachfrageüberschuss, der den Auslastungsgrad der Wirtschaft steigen und sie schließlich über ihrem Produktionspotenzial arbeiten lässt. In den frühen 1960er-Jahren haben das stärkere Geldmengenwachstum und die lockere Fiskalpolitik die private Nachfrage in den USA so stark steigen lassen, dass die Wirtschaft im Fünfjahresdurchschnitt um 6,3% p.a. wuchs. Der Auslastungsgrad der US-Wirtschaft – eine Kombination aus Kapazitätsauslastung und Arbeitslosenquote – stieg über 90% und lag damit deutlich über den 80%, die bis dahin die Inflation steigen ließen. In der zweiten Hälfte der 1960er-Jahre ist die Verbraucherpreisinflation daraufhin von 1,2% auf 5,9% gestiegen.

2. Quellen: Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics. Geldmengenwachstum um 24 Monate nach rechts verschoben (bis Juli 2022). Verbraucherpreisinflation bis Juli 2020. Die Geldmenge M2 umfasst Bargeld, Sichtanlagen bei Banken und Spareinlagen sowie Finanzinstrumente wie Geldmarkttitel, die leicht in Bargeld umgewandelt werden können.

Auslastungsgrad der US-Wirtschaft und Verbraucherpreisinflation (Kernrate)3



2. Expansive Fiskalpolitik, Nachfrageüberschuss, hoher Auslastungsgrad und Überauslastung des Produktionspotenzials

Natürlich war die US-Fiskalpolitik zuletzt sehr expansiv. Aber damit wollte man einen großen Nachfrageausfall ausgleichen und nicht in einer ohnehin an ihrer Kapazitätsgrenze arbeitenden Volkswirtschaft zusätzliche Nachfrage schaffen. Der Auslastungsgrad liegt zurzeit knapp unter neutral, was weder für großen Inflationsdruck noch für Deflationsdruck spricht. Sollten aber zusätzliche Konjunkturprogramme ausbleiben, dürfte der Auslastungsgrad weiter fallen. Die Inflation könnte dann noch stärker zurückgehen.

Aber was bewirkt das Quantitative Easing? Die Guthaben der Banken bei der Fed, die aufgrund des Quantitative Easing gewaltig gestiegen sind, zählen zur Geldbasis, aber nicht zur Geldmenge. Damit sie Auswirkungen auf die Geldmenge und damit auf die Konjunktur haben, müssen sie ihren Weg in die Realwirtschaft finden, indem die Banken Kredite vergeben. Die Kreditvergabe der Banken ist zuletzt zwar gestiegen, allerdings vor allem deshalb, weil Unternehmen aus Vorsicht Kreditlinien in Anspruch nehmen und das Paycheck Protection Program verlängert wurde. Mit einer höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hat dies nichts zu tun. Tatsächlich zeigen die Erhebungen der Fed, dass die Vergabestandards der Banken in allen Kreditkategorien strenger geworden sind und außerdem die Kreditnachfrage sinkt. Hinzu kommt, dass die Fed Zinsen auf Überschussreserven der Banken zahlt. Umso größer ist der Anreiz für die Kreditinstitute, weiter Guthaben bei der Fed zu halten.

3. Risiko eines Preisschocks

Die Pandemie und der Handelskrieg haben die Lieferketten gestört. Vielleicht könnte deshalb die dritte mögliche Inflationsursache eintreten: ein „Preisschock“ bei bestimmten Gütern und Dienstleistungen mit der Folge einer Kostendruck-inflation („Cost Push“). In den 1970er- und 1980er-Jahren ließ der Ölpreisschock die US-Inflation dauerhaft steigen. Die Energiepreise legten 1973 und 1974 um 184% und bis 1980 um weitere 291% zu. Zurzeit ist nicht vorstellbar, dass der Preis einer Dienstleistung oder eines Rohstoffs – oder auch mehrerer Dienstleistungen oder Rohstoffe – so stark steigt, dass dies die US-Wirtschaft so

3. Quellen: Capital Group, Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management. Auslastungsgrad um 12 Monate nach rechts verschoben (bis Juli 2021). Verbraucherpreisinflation bis Juli 2020. Der Auslastungsgrad ist der gewichtete Durchschnitt des ISM-Teilindex für Verkäufer (Vendor Performance Index) und der Beschäftigungsquote. Die Kerninflation ist die Inflationsrate ohne Lebensmittel und Energie ggü. dem Vorjahr.

massiv betrifft wie damals das teurere Öl. Auch sollte man nicht vergessen, dass in den USA immer mehr Schieferöl gefördert wird, was die Auswirkungen des Ölpreises auf die Inflation ebenfalls dämpfen dürfte.

Ohnehin war die Kapazitätsauslastung der US-Wirtschaft damals recht hoch, und der Preisschock führte zu Ursache Nummer 4: höhere Inflationserwartungen und damit eine Verschiebung der Philips-Kurve nach außen. Von 1973 bis 1981 war eine höhere Teuerung nötig, um die Arbeitslosenquote sinken zu lassen, da ein stärkerer Preisanstieg für selbstverständlich gehalten wurde. Entsprechend hohe Löhne wurden ausgehandelt. Man erwartete starker steigende Lebenshaltungskosten und berücksichtigte dies in langfristigen Verträgen. Die Unternehmen verlangten dann noch höhere Preise, woraufhin die Löhne weiter stiegen. Ab 1982 verschob sich die Phillips-Kurve dann wieder in die entgegengesetzte Richtung und ist heute bei einer sehr niedrigen Inflation weitgehend flach.

Könnte sich ein solcher Anstieg der Inflationserwartungen wiederholen? Nichts ist unmöglich, aber die US-Wirtschaft hängt heute nicht so stark einem einzigen Rohstoff ab, deutlich weniger Arbeiter sind gewerkschaftlich organisiert, der Auslastungsgrad liegt unter neutral und fällt vielleicht weiter. Die Inflationserwartungen sind zurzeit sehr stabil.

4. Inflationserwartungen und Veränderungen des Inflationsregimes

Und doch zeigt die Erfahrung der 1970er-Jahre, wie wichtig es ist, die Erwartungen unter Kontrolle zu halten. In der heutigen Zeit mit einer eher niedrigen Inflation könnten die Inflationserwartungen wieder wichtiger werden. Die Fed hat lange befürchtet, dass die Erwartungen unter das 2%-Ziel fallen, und zuletzt gingen sie sogar fast auf 1,5% zurück. Dass Powell ein Ziel für die „Durchschnittsinflation“ ankündigte, überrascht daher nicht. Es ist unklar, ob es sich hierbei um eine kleine oder eine grundlegende Änderung handelt und ob das neue Konzept überhaupt Erfolg haben kann, solange die Preise nicht stärker steigen. Mehr denn je drängt die Fed auf höhere Inflationserwartungen, aber wird sie damit auch eine höhere Teuerung erreichen können?

5. Strukturelle Faktoren

Strukturelle Faktoren sind vielleicht am schwersten zu quantifizieren. Die US-Wirtschaft verändert sich ständig, was große Auswirkungen auf die strukturelle Inflation haben kann. Die meisten Konjunkturmodelle setzen voraus, dass sich das BIP recht gut messen lässt. In der Industrie gibt es Maschinen, die an Wert verlieren, weil neue und bessere Maschinen in weniger Zeit mehr produzieren. Die Produktivität einer neuen Maschine lässt sich messen und mit der einer alten Maschine vergleichen. Diese Verbesserung des Kapitalstocks zeigt sich im BIP – der Zusammenhang zwischen Kapital und Produktivität ist eindeutig.

Wenn aber heute Amazon geistiges Eigentum schafft, etwa einen Algorithmus, der die Lagerverwaltung automatisiert, ist weniger klar, wie sich das messen lässt und wie man es in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung verbuchen soll. Viel spricht dafür, dass wir die Produktivität unterschätzen und die Inflation überschätzen. Das US Bureau of Economic Analysis ist sich dessen seit fünf Jahren bewusst. Die zunehmende Automatisierung könnte zu einem höheren Produktivitätswachstum führen, was die Inflation nachhaltig dämpfen könnte.

Früher ging eine steigende Inflation mit einem niedrigeren Produktivitätswachstum einher, weil sie die Lohnstückkosten steigen lässt. Doch

auf fast jede Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg folgte ein schneller Anstieg des Produktivitätswachstums, sodass die Lohnstückkosten in den folgenden zwei Jahren wieder fielen. Wenn sich das jetzt wiederholt, dürfte die Lohndruckinflation in den nächsten zwei Jahren recht niedrig sein.

Kommen wir jetzt zur letzten Inflationsquelle, die in den fünf Ursachen fehlt: eine Abwertung des US-Dollar; schließlich zeigen sich Veränderungen des Wechselkurses direkt in den amerikanischen Importpreisen. Allerdings sind die USA längst nicht so importabhängig wie viele andere Länder. Die Importe haben nur etwa 16% Anteil am BIP. Der US-Dollar müsste schon sehr stark abwerten, damit dies Auswirkungen auf die US-Inflation hat.

Zugegeben, unsere Analyse orientiert sich an der Vergangenheit, in der es nahezu keinen Präzedenzfall für das gibt, was wir gerade erleben. Kurzfristig scheint die Pandemie die Wirtschaft trotz geld- und fiskalpolitischer Gegenmaßnahmen zu dämpfen. Solange das so ist, dürfte eine höhere Inflation nur schwer zu erreichen sein. Man muss aber genau darauf achten, was geschieht, wenn die Pandemie zu Ende geht. Wenn Geld- und Fiskalpolitik so expansiv bleiben, obwohl sich die Wirtschaft normalisiert, könnte die Inflation durchaus zulegen.

Darrell R. Spence ist Volkswirt bei der Capital Group. Er hat 27 Jahre Investmentserfahrung, ausschließlich bei Capital. Spence hat einen BA (Hons) in Volkswirtschaft vom Occidental College und ist Mitglied von Phi Beta Kappa und Omicron Delta Epsilon. Außerdem ist er CFA® und Mitglied der National Association for Business Economics.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: CIMC ist in Deutschland über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

Für die Schweiz: Diese Mitteilung wird von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-375334 STR DE ALL